

EU法における金融商品取引の 「マルチラテラル・システム」内契約の準拠法 —— MiFID (金融商品市場指令) とローマ I 規則との比較の視点から

榑崎みどり
ならざき

中央大学法学部教授

- I はじめに
- II MiFID
- III ローマ I 規則第4条1項(h)
- IV 結びに代えて

I はじめに

(1) 市場は、経済活動と結び付いており、経済自体が多岐にわたるため、統一的な定義は期待できないと言われる⁽¹⁾。それでも、経済活動のなかで双方向的な財の交換すなわち商品と資金との交換に着目すれば、市場は、法的意味において一般には「需要と供給が給付交換のために互いに出会う（仮想上の）場所」⁽²⁾とも表現される。また、競争法の見地からは、直接的競争関係にある事業者や商品の範囲を限定する「競争圏」⁽³⁾とも、あるいはまた、金融監督の見地からは、市場参加者が服することを期待されている市場運営のための諸制度そのものが市場である⁽⁴⁾とも述べられる。

市場の理解に関するこうした違いは、市場と市場内取引との関係において、当該取引に適用される法の選定につき、またはそもそもの抵触法的規律の要否につき、たとえば次のような違いを生じ得る。すなわち、市場をいずれかの場所に地域化可能と解して市場内取引もまたその地の法に従うとするか、市場を市場外部から隔絶され得る諸関係の集積と考えて市場内取引もまた市場を構成する諸関係の一部とするか、または市場を市場機能を支える規制やルールそのものと捉えて市場内取引もまた当然にその規制の対象となるとするか、というようにである。

(2) EU 法の「契約の準拠法に関する 1980 年のローマ条約」⁽⁵⁾ (以下「ローマ条約」) の下では、金融商品の取引所取引、とりわけ上場株式の取引所内での売買については、一般の売買契約⁽⁶⁾として扱われ、契約準拠法の選定において、当事者間の準拠法選択によるほか、当該株式の上場されている取引所⁽⁷⁾または取引所の場所⁽⁸⁾への連結が広く支持されていた。ここでは、金融市場は取引所と同義として理解された上で本拠地や所在地を持つとされ、市場監督法もまた、抵触法的規律により適用根拠を与えられると考えられていた⁽⁹⁾。

もっとも、この間の電子取引システムの発展を受けて、抵触法上でも、「マーケットプレイス (market place)」という概念⁽¹⁰⁾のもとで市場や市場の所在地を電子技術的な位相空間上の「場 (venue)」に再構築し、それらへの連結を探ろうとする議論⁽¹¹⁾や、または中枢コンピューター、サーバーの所在地を本拠地として、その地に連結することが探究されてきた⁽¹²⁾。また、取引所と取引所会員との間の取引については、取引所自身を、取引の「場」を提供する市場インフラ・サービス業者として、またはセントラル・カウンターパーティー (CCP) など、特徴的給付をなす取引「主体」として捉え、その業務上の本拠地の法によるとする見解が提示されていた⁽¹³⁾。

しかしながら、伝統的な取引所が公営公設組織から民営化・株式会社化（事業体化）され、国境を越えて合従連衡を進めるようになり、また、証券会社など民間金融業者もまた電子的取引システムを稼働して顧客の取引注文のマッチング（突き合わせ）を取引所外で行うことで、取引所と代替的取引システム (ATS) との間の取引量についての競争、いわゆる「市場間競争」が欧州においても言われるようになると、法の上でも、取引市場の運営者と市場自体とが分かれて捉えられるようになり、とくに取引市場の運営者が市場機能を果たす取引基盤から分けて把握され、取引注文の突き合わせ（取引執行）や取引清算を行う市場インフラを提供するサービス業者⁽¹⁴⁾として扱われるようになる。市場自体もまた、取引の「場」だけではなく、国境を越えて拡大統合する「事業体」⁽¹⁵⁾を意味するようになってきているといえる。

とりわけ、これには、金融セクターに関する EU 立法のうち、金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC) (以下「MiFID」)⁽¹⁶⁾が果た

した役割が大きいと思われる。MiFIDは、1993年の証券分野の投資サービスに関する指令（Investment Services Directive 93/22/EEC）⁽¹⁷⁾（以下「ISD」）を前身とする。ISDは証券業について銀行業・保険業に導入済みのシングル・パスポート（単一認可制度）を導入したが、しかしISDでは電子的取引システムの運営はシングル・パスポートの適用される「投資サービス」には含まれていなかった。また、ISDでは証券会社など市場仲介者と伝統的取引所を意味する規制市場のそれぞれの果たす役割が明白に区別されていた⁽¹⁸⁾。これに対して、MiFIDでは、市場仲介者たる金融業者が運営する多数者間の取引注文マッチング機能をもった取引ファシリティ（Multilateral Trading Facility）（以下「MTF」）もまた、規制市場とともに、「マルチラテラル・システム」として括られている。

さらに、「契約債務の準拠法に関する2008年6月17日のEC規則（Rome I）」⁽¹⁹⁾（以下「ローマI規則」）では、「マルチラテラル・システム」の内部で締結された契約については「システムを律する単一の法」による、という規定が採用されている（第4条1項(h)）。当該規定は、金融商品取引のマルチラテラル・システムが単一の法に服している状況を前提としてシステム内の法律関係を同一の法に寄せていく、「統合」⁽²⁰⁾ないし「同期」⁽²¹⁾と呼ばれる手法を採用している。システムが服している法にシステム内関係の準拠法を寄せていくこうした方法を、ここでは、「単一法」連結と呼ぶこととしたい。

(3) 本稿は、「マルチラテラル・システム」および「システム内取引」に関する規定の内容をMiFIDとローマI規則とで比較対照させ、それまでの市場と市場内取引との関係に代わる両者の関係性を抵触法的観点から検討する。「市場」から「マルチラテラル・システム」に変わっても、市場と市場内取引との関係をめぐる上述の理論的な難点は変わらず存在しているものと思われるからである。また、そもそも「システム」は「市場」とはどのように異なるかという問題も前提として考えられるが、「マルチラテラル・システム」という語が条文に採用された立法的経緯については既に検討の機会をもった⁽²²⁾ため、本稿では両者の違いについて末尾で整理するにとどめる。

以下では、まず、ローマI規則の諸規定に影響を与えているMiFIDについて見ることにし、さらに、ローマI規則における金融商品取引に関する諸規定

のうち、その第4条1項(h)について規定の解釈に分析を加えたい。

II MiFID

金融分野につき「単一市場 (single market)」⁽²³⁾という概念がECの諸立法に見られるようになったのは、1999年に金融サービス・アクションプラン (FSAP)⁽²⁴⁾が策定されて以降である。「金融商品市場指令」(MiFID)は、FSAPに基づき、2004年4月21日に欧州議会および理事会により採択され、2007年11月1日に施行された。MiFIDは、公正で競争力を持ち透明で効率的で統合された単一の欧州金融市場を育成するため、広汎な規制を設けているが、本稿のテーマとの関連では、とくに新興市場の発展を促す規制環境を整備したという点から、下記の諸事項がMiFIDの特徴として挙げられよう。

第一に、MiFIDは、金融商品の定義として投資対象性をもつ幅広い商品を挙げた⁽²⁵⁾。近年、株式や債券のような資産証券だけではなく、人為的に構築された投資スキーム（投資者からの資金を集約して事業に投下し収益を投資者に分配するという仕組み）の権利持分もまた金融商品に含まれるとされる⁽²⁶⁾。金融商品を、発行者と投資者との契約により構成された組成物と見るとき、金融商品を構成する契約は、投資者によって異なることなく、同一の準拠法に依拠することが求められる。

第二に、MiFIDは、金融商品取引のための「マルチラテラル・システム」について、それまでの「規制市場」に加えて、電子取引ファシリティも加えた概念とした⁽²⁷⁾。これにより、電子取引を支える多種の金融商品取引ファシリティに対して同等の活動領域を提供できるようにした⁽²⁸⁾。また、「システム」概念の要素として、MiFIDは、自律的な取引執行（売買需要の突き合わせ）もしくは内部統治性を挙げている⁽²⁹⁾。MiFIDは、自律性をシステム概念のメルクマールの一つとしており、システムをたんなる取引の「場」や内部者間の「取決め」ではなく組織体としての規律による団体内部性を持つものと考えていると思われる⁽³⁰⁾。

第三に、MiFIDは、システム運営者をシステムから区別し⁽³¹⁾、「集中ルール (concentration rules)」⁽³²⁾を廃止したことで、システム間の競争を促進し、システ

ム運営者間の協定⁽³³⁾という形で締結されるシステム間の連携を促した。

第四に、MiFIDは、システムが自律性をもつことを前提としながら、システム認可国（システムの原籍国）に対して、システムの内部運営規則により定められる諸事項について諸々の要件を求めることを認めている⁽³⁴⁾。さらに、MiFIDは、システム内の「取引」に対してもシステム認可国の「公法」が適用される旨、定めている（第36条4項）⁽³⁵⁾。これにより、市場内取引の取引条件についても、規制市場の内部規則が服している認可国の公的規制に服することになる⁽³⁶⁾。

Ⅲ ローマ I 規則第4条1項(h)

ローマ I 規則における金融商品取引に関する諸規定は、二つの局面について採用されている。すなわち、一方が、金融商品取引の「マルチラテラル・システム」内で締結された契約に関する単一法連結（第4条第1項(h)⁽³⁷⁾、備考部として前文18⁽³⁸⁾）、他方が、金融商品（の仕組み）を成す契約についての単一法の適用（第6条4項(d)⁽³⁹⁾、備考部として前文26⁽⁴⁰⁾、28⁽⁴¹⁾、29⁽⁴²⁾）である。第4条1項(h)はスペイン提案⁽⁴³⁾、第6条4項(d)は英国提案⁽⁴⁴⁾を起点とする。スペインは、取引所（exchanges）、市（fairs）やオークションなど、組織や運営に関する最小の共通規則に服している組織化された市場について、市場が所在する国の法によるとの規定を提案した⁽⁴⁵⁾。英国⁽⁴⁶⁾は、特に債券（bond）のような金融商品の個人向け販売が消費者契約と解される可能性があり、金融商品（の仕組み）を成す契約については発行会社の国の法を適用すべきで、消費者契約に関する消費者国主義から除外されることを提案した⁽⁴⁷⁾。英国は、金融業界の声を代弁して MiFID との同調を強く主張し⁽⁴⁸⁾、金融商品の定義などにつき直接的に MiFID の規定を参照する条文の表現形式を提案した⁽⁴⁹⁾。その後、2007年3月の欧州委員会提案⁽⁵⁰⁾において、初めて「マルチラテラル・システム」の語が登場し、これらの諸規定について、ほぼ現行と変わらない表現形式が提案された。なお、これらの諸提案を含めた上記諸規定の起草作業については、既に別稿⁽⁵¹⁾において取り上げたため、本稿では割愛する。以下では、ローマ I 規則第4条1項(h)につき、MiFID との異同を整理することとしたい。

1. 「システム」概念

ローマ I 規則のいう「マルチラテラル・システム」とは何か。MiFID では、一方で、多数注文のマッチング（取引執行）機能⁽⁵²⁾が挙げられ、そのための取引プラットフォームと取引執行手順を律する諸規則——とくにシステム運営者による恣意的な操作の余地がないという意味での「非裁量的」規則——とがシステム構成要素とされる。他方では、内部の運営に関する会員間の共通規則（内部統治規則）を備えているという組織的な内部自律性が挙げられる⁽⁵³⁾。これに対して、ローマ I 規則（前文(18)および第 4 条 1 項(h)）においては、MiFID のいう「一連の諸規則に基づいて機能する市場」という部分が除かれており、また、ローマ I 規則の前文(18)ではとくに「その中で取引が行われているシステム」との限定がある。これらから、ローマ I 規則におけるシステム概念は、取引執行機能にのみ焦点を当てており、MiFID におけるシステム概念とは異なるのではないかとの疑問が生じ得る。

学説による解釈としては主に三つに分けられる。第一に、MiFID のいう規制市場（伝統的な証券取引所）ならびに MTF（電子取引ファシリティ）を指すとする立場⁽⁵⁴⁾、第二に、金融市場と同義であるとする立場⁽⁵⁵⁾、第三に、統合の度合や中枢機関の有無を問わず分散型のネットワークも含む、広い意味での組織的な結合体であるとする立場⁽⁵⁶⁾である。

これらの立場の相違は、現状を前提とした実務的理解か、システムの発展可能性まで含めた広義の解釈かの違いといえる。起草作業からは、組織体としての内部自律性を備えた取引所や市場が念頭に置かれてきたことがうかがえ、従って、ローマ I 規則のシステム概念も MiFID のそれと同じく組織的な内部自律性を概念要素として含むものと思われる。文言上で取引執行のための自律性に限定されているのは、電子取引システムの形態の発展が今後も予想されるため将来的に普及する可能性のある異種のシステムもその範疇に含めることができるように、明文の定めとしては外したものと考えられる。

2. 「システムが服している単一法」

ローマ I 規則では「システムが服している単一法」をどのように決めるかは

言及されていない。それゆえ、ローマⅠ規則第4条1項(h)のいうシステムを律している単一法とはいかなる法で、どのように選定されるかという解釈問題が生じ得る。

前述のように、MiFIDでは、規制市場の認可国（原籍国）に、当該市場の内部規則につき「要件を求める」権限が認められている⁽⁵⁷⁾。言い換えれば、EU域内の認可市場は、設立時にその運営に関わる会員相互の基本規約を認可国の法に従って策定しなければならない。こうした現状に鑑み、システムの基本規約において一国の法に従う旨明記されている場合には会員の明示の合意、または明記されていなくとも黙示の合意により当該国の法がシステムを律する「単一の法」であるとする解釈がなされ得る⁽⁵⁸⁾。また、そのような解釈においては、そうであれば第3条で法選択が認められていることで足り、第4条1項(h)は不要であるとする指摘がなされている⁽⁵⁹⁾。

他方、こうした私的自治と並んで言及されるのが、中央集権化された中枢機関を持つ統合的システムの場合に、システム運営者またはシステム中枢機関の本拠地の法によるとする解釈である⁽⁶⁰⁾。あるいはまた、システムという組織体を社団法人などの事業会社と同じように見立てて、その設立において基準とされた法を準拠法とすることが説かれる。ここでは、「システムを律する法」とは、会社法の設立準拠法説の考え方に近い、すなわちシステム開設時に設立者が準拠した法であるとする⁽⁶¹⁾。また、システムが公的機関としての組織的形態をとっている場合にも、設立時に基準とされた公法を、システムの法とする考え方が説かれる⁽⁶²⁾。

3. 「システム内部で締結された契約」

システム内取引に該当するか否かは、MiFIDでは、その取引がシステム内部規則に従ってなされたかによる⁽⁶³⁾。他方、ローマⅠ規則では、かりに取引がシステムの内部規則に従って執行されるしても、システム参加者たる金融業者とその個人顧客との間の—システムの外での—取引は、第4条1項(h)のいう「システム内で締結された契約」には該当せず、「消費者契約」として扱われる、すなわち第6条の適用除外を認められない。また、個人の権利者がシステム会

[植崎みどり] EU 法における金融商品取引の「マルチラテラル・システム」内契約の準拠法 175

員となり得る証券振替決済システム—とくに英国の CREST など—における取引についても、決済ファイナリティ指令との同調のため、ローマ I 規則の諸規定が同指令のいう「システム」の運営の妨げにならない旨、前文備考部に記載されている⁽⁶⁴⁾。もっとも証券決済システム内の取引がローマ I 規則の第 4 条 1 項(h)に該当するかは解釈の余地がある⁽⁶⁵⁾。

IV 結びに代えて

(1) まず、「マルチラテラル・システム」の概念理解につき、「金融市場」のそれとどのように異なるかを整理したい。この点については、起草作業における提案⁽⁶⁶⁾では明瞭にされておらず、学説による解釈論もわずかである。それでも、ローマ I 規則が MiFID との同調に配慮していることからすれば、下記のように推察できるように思われる。

第一に、「マルチラテラル・システム」の語は、電子的取引プラットフォーム等も含む広汎な取引ファシリティを包摂した市場概念とも言え、その点で「金融市場」よりも広い内容を持つとの解釈も可能であろう。もっとも両者を同義として考える見解もある。

第二に、「マルチラテラル・システム」という語を用いることで、金融サービス業としての市場機能を顕著に表現できるという点が考えられる。EU は金融サービスの競争力強化のために単一市場の形成を目的としているが、その意味は、現時点では、域内で統合された取引市場の設立ではなく、それぞれの市場システムおよびシステム運営者による域内での自由な相互接続や事業展開の障壁除去をさす。その点で「市場」は、多数注文のマッチング等の取引執行機能に代表される金融サービス業（市場インフラサービス）として捉えられ、MiFID は、「システム」を金融サービスを担う組織体として捉え、EU 域内共通の業規制ルールの下に置いている。すなわち、金融サービス業には、EU 法の自由移動原則に基づき、一国で業認可を受ければ他国で承認される原籍国主義が適用される。

第三に、EU 全体の金融監督において誰が市場運営の責任をとるか（システム原籍国とシステム運営者との責任分担）を明確にするため、市場の組織的自律

性を表現するために「システム」の語を用いたことが考えられる。従来、金融市場は一公設取引所と同視されていた時代から一公共的利益を持ち、基本的に加盟国の手により監督されてきた。しかし、成熟した市場には組織的な内部性および自律性も備わっていると見なされるため、現在、MiFIDでは、加盟国が規制市場または市場運営者に対して規制や要求を課すことで間接的に監督する形をとっている。「市場」に代えて「システム」を用いた理由には、サービスを提供する会社類似の団体（組織体）として「システム」を捉え、その運営者を責任者として市場監視機能（内部統制）を委ねる点を明確にする目的があったのではないか。旧来の「市場」概念ではこうした団体論的な捉え方まではできなかったと思われるからである。

(2) 次に、単一法連結の内容についてどのような解釈がなされているか整理する。すなわち、上述のように、「マルチラテラル・システム」が市場インフラ・サービス業務を担う組織体（社団または類似の団体）として捉えられるとすると、「マルチラテラル・システム」内で締結された契約もまた一システムの内部規則に従って成立することから一組織体の内部関係を構成する、という見方が導かれ得る。そこから、組織体の中核機関があるときはその組織体の内部関係を構成する契約もまた中核機関の本拠地の法によるとの考え方や、また、内部諸規則がいずれかの国家の法によって律せられるときは——準拠法選択をもって自治的に律しているとしても、または規制遵守のために強制的に律せられているとしても——、その内部規則に従って成立する契約もまた、これらの内部規則が律せられているのと同じ国家の法に準拠するとの考え方が派生し得る。ローマⅠ規則第4条1項(h)における単一法連結は、そうした考え方を表現したものと解釈され得る。

(3) 最後に、単一法連結の意義について整理したい。まず、起草者や政策立案者の側からは、システム機能の確保、すなわち、システム内の取引や契約に関わる準拠法が食い違ふと同一の条件での処理ができず、履行の有無や損害についての評価が異なる可能性があるため、システム内取引はすべて同じ法が適

用されることが必要であるという点があげられた⁽⁶⁷⁾。また、金融業界から主張されたのは、法の予見可能性や確実性であり、たとえば、個人が参加し得る（英国の CREST のような）証券決済システムにおいては、証券決済システム内の契約が消費者契約に該当する可能性があり、これらの契約について消費者の常居所地法が適用されるとシステム内の法の一致性が損なわれ得るため、統一的な法が適用される必要性があるとされた⁽⁶⁸⁾。

他方で、学説において強調されてきたのは、MiFID における監督法の適用（管轄権）ルールと同調できる、という点である。MiFID との同調は、ローマ I 規則第 4 条 1 項(h)が本来は不要であったとする見解においても、同規定の存在意義として支持されている⁽⁶⁹⁾。すなわち、MiFID によれば、EU 域内の「規制市場」は、その設立時に、当該市場を認可した原籍国（home Member State）の公的規制法による要件に合わせて、適正な内部規則を定めることを要求される。また市場の認可後も、市場運営に対する金融監督の管轄権は原籍国が継続的に維持する。したがって、規制市場の認可と監督については、EU 内では原籍国が専属的に管轄権を持ち、その国の管轄権が他の EU 加盟国から承認される。そこで、システムを律する単一法とは、システム内取引（契約）を規制する（regulate）法（監督法）であるとして、とくに MiFID 第 36 条 4 項⁽⁷⁰⁾との同調が、「監督法と私法との同期（Gleichlauf）」⁽⁷¹⁾という言葉を用いて説明されている。また、「監督法と私法との同期」は、「公的連結と私的連結との同期」とも言い換えられることがある⁽⁷²⁾。もっとも、監督法についての「連結」とは、抵触法的規律における「最も密接な関係性」を持つ法を選定する「連結」ではなく、それぞれの国家法の側において、自国（法）がその問題となる法律関係に対して「管轄権」を持つことを正当化する根拠としてのものといえる。監督法の適用においては、その国家法の「管轄権」が他の国家法により承認され得る状態においてはじめて「連結」と言い得るのであって、そうでなければ、たんに一方的にそれぞれの国家（法）によりその法の「管轄権」が宣言されるにすぎない。その意味では、「公的連結と私的連結との並行」という場合には、公的な「連結」と私的な「連結」とは、別の意味における「連結」であることが意識されていなければならないであろう⁽⁷³⁾。

[付記] 本稿は、国際私法学会第121回大会(2009年10月12日)における報告に基づく。また、日本証券業協会法務部にて客員研究員(2006.04～2008.03)を務めた際の研究にも依る。関係諸氏ならびに関係諸機関にこの場を借りて御礼申し上げたい。

- (1) Dieter Martiny, Die Anknüpfung an den Markt, Festschrift für Drobnig zum 70. Geburtstag, Tübingen, 1998, S. 389. 経済学においては市場概念は経済事象を描写し、また価格形成や資産分配のための説明モデルとして用いられる (S. 390)。
- (2) Martiny, in: Festschrift für Drobnig, 1998, S. 390-391; Anton Schnyder, Internationales Wirtschaftsrecht — zu Begriff und Phänomenologie, in: Festschrift für Richard Buxbaum, 2000, S. 515. この場合には、市場とは一国の国内(Inland)に境界付けられたローカル市場または国内業者のみによる取引場所が想定されてきたとされる。
- (3) 松下満雄『競争法概説[第2版]』東京大学出版会1995年56頁。また、山内惟介「国際金融証券市場への法的アプローチ」同『21世紀国際私法の課題』第8章所収(信山社, 2012年)243頁以下によれば、『「場」はこれら主体と客体とをひとまとめにして捉える動態的局面である」とされる(259頁)。
- (4) Opinion of the European Central Bank on a proposal for a directive amending Directive 98/26/EC and Directive 2002/47/EC, 07. 08. 2008, CON/2008/37, Official Journal C-216/1, p. 2. システムとは、「システム運営者により、または立法行為により採用された、システム運営のための一連の規則と規制」である(para. 4.1)。
- (5) Rome Convention of 1980 on the law applicable to contractual obligations, Official Journal L-266, p. 1.
- (6) 上場株式の売買はローマ条約第1条2項(c)の例外に該当せず、株式に表章された権利の内容のみ発行会社の準拠法の対象となるとされる(Kronke/Melis/Schnyder (hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, 2005, Teil L, Rz 117 [Kronke/Haubold])。
- (7) Reithmann/Martiny, Internationales Vertragsrecht, 6. Aufl., 2004, Rz. 490 [Freitag]。
- (8) Stefan Grundmann, Deutsches Anlegerschutzrecht in Internationalen Sachverhalten, vom internationalen Schuld- und Gesellschaftsrecht zum internationalen Marktrecht, RabelsZ 54 (1990), S. 283, 290. 「取引所法上の開示規則(Börsenrechtliche Publizitätsgebote)は、ひとしく(einhellig), 選ばれた取引所の本拠地に(an den Sitz der gewählten Börse)連結される」; Kronke, Capital Markets and Conflict of Laws, Rec. des Cours 286 (2000), 261, 304 (取引所の会員間の取引につき, 「伝統的には, 取引所の所在する地(the

place where the exchange is located) の法が準拠法として考えられていた」); Spindler, Kapitalmarktgeschäft im Binnenmarkt, IPRax 2001, 400, 404 (取引所の会員間の取引につき, 取引所地 (Börsenort) の法が取引と最も密接な関係を持つ); Reithmann/Martiny, Internationales Vertragsrecht, 6. Aufl., 2004, Rz. 1262 [Mankowski] (上場会社の株式取引につき, 頻繁に提示されるのは, [上場] 取引所の本拠地 (Sitz der betreffenden Börse) への連結かまたは買付 (Übernahmeangebot) の場所 (Ort) における市場地 (Markort) 連結である); Kronke/Melis/Schnyder (Hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, 2005, Teil L, Rz 117 [Kronke/Haubold] (客観的連結として広く支持されているのは, 市場地 (Markort) すなわち取引所の場所 (Ort der Börse) において通用する法である).

- (9) たとえば, Kronke, Connected and Global Securities Markets — With or Without Conflict of Laws?, in: Festschrift für Buxbaum, 2000, p. 363, 370. Kronke は, 連結素 (connecting factor) としての「市場」につき, 「発行者, 仲介者, 投資者, 発行者にとっての (投資者のファンドを誘致する点での) 競争者, 規制者など, すべての利害関係者 (all interests involved) が束ねられる場所 (the place) の法に, 取引を服せしめることができるという長所 (merits) を持つ」という。しかし「市場」という連結点は, 「組織化された取引 (organized trading) の物理的場所が明白に確認できるのでなければ, いささか不完全 (somewhat unsatisfactory)」であるとも述べている (p. 370)。また, 電子取引システムを利用した新興市場の登場により, 市場はもはや必ずしも物理的な場所ではなく, 「一つの国内市場 (one domestic market) という意味での『市場』という連結素は, 徐々に, その正統性や説得力を失いつつある」と述べている (p. 373)。ほかに, Martiny, Die Anknüpfung an den Markt, in: Festschrift für Drobnig, 1998, S. 389, 407 「市場連結を介して債務法と [市場監督法としての] 国際的強行法 (international zwingendes Recht) とを一緒に扱うような, 実際的な統合策 (Einheitslösung) もまた, 個別の事案では期待できるかもしれない。」
- (10) 電子取引システムの発達による「マーケットプレイス」概念の利用については, 木村真生子「市場・取引所概念の再構築— PTS 規制の現状と課題に関する一考察」(上)(下)『証券経済研究』71号(2010/09)121頁, 72号(2010/10)167頁。
- (11) Schuster, Securities transactions on or off- exchange, in: van Houtte (ed.), The law of cross-border securities transactions, Sweet & Maxwell, 1999, p. 73, 92. 「たとえ民間の取引所の取引規則が契約準拠法として国内法 (domestic law) を明示的に定めていないとしても, 取引所が所在する国の法が, 取引所によって供与されるサービス, すなわち取引プラットフォームの提供と最も密接な関係を持つ。」 (p. 92) 「民間のトレー

ディングサービスや、インターネットでの取引プラットフォーム、またはその他の、一連の国にまたがって広域化 (delocalized) された画像スクリーンのみによる取引所の場合には、状況が異なるであろう。これらの場合には、そうした『取引所』またはサービスプロバイダーとの間の取引の準拠法は一つの特定期と自然的な関係を持つのではなかろう。ここでは、中枢コンピューターユニットが所在する場所 (技術的に「マーケットプレイス (market place)」) は任意に選択され得る。これらの場合には、通常、[当該サービスの] 利用規則 (the conditions of usage) が、取引所との取引の準拠法を定めている。もし定めていなければ、最も密接な関係は、そのプラットフォームにより創られた中央マーケットが所在しているように見える国 (the country where the central market created by that platform appears to be located) か、もしそれが不可能であれば、サービスプロバイダーの主要営業所の所在国にあるとすべきである。」(p. 92) なお、Kronke/Melis/Schnyder (hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, 2005, Teil I, Rz 116, Fn. 4 [Kronke/ Haubold] は、Schuster の見解を紹介しつつ、このような主張には取引所の場所の法と特徴的給付をなす売主の法という二つの異なる準拠法の矛盾が隠されていると述べている (Fn. 4)。

- (12) Spindler, IPRax 2001, S. 400, 404. 「ここでは、取引所地の法 (das Recht des Börsenortes) が、当該法取引と最も密接な関係を示す法として、打ち立てられる。インターネットを介する契約締結もまた、自明であるが、この点を何も変更しない。コンピューター取引所 (Computer-Börsen) において行われる取引については、中枢コンピューターが、[売買注文等の] 意思表示 (Willenserklärungen) が集約される場所 (Ort) として、取引所地 (Börsenort) の決定および準拠法の決定のために決定的な要素であることになる。しかしながら、すでに取引所法 (Börsenzulassungsrecht) において展開されたのと同じ疑念が、この点に批判的に向けられる。すなわち、取引所会員は、取引所の運営者 (Anbieter) が業務活動を具体的に行っているその営業地—およびその法秩序—に合わせるものであって、どこにコンピューターが所在しているかという取引所会員が通例まったく知識を持たない点ではない、という疑念である。」「取引所の外での会員間の契約—たとえば取引プラットフォームやインターネット・オークションでの契約—についても何も変わらない。すなわち、ここでは、関係者にとって共通の連結点は、取引のインフラを利用できるように供しているプロバイダー (Anbieter) の営業所の場所である。」(S. 404)

- (13) Kronke/Melis/Schnyder (hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, 2005, Teil I, Rz 116 [Kronke/ Haubold] では、セントラル・カウンターパーティー (CCP) の導入を組

組織のないし技術的に前提とする取引システムにおいては、市場仲介者 (intermediary) はそのつど相手方の市場参加者と取引を行うのではなく、むしろ、二つの売買契約 (取引) が CCP との間でなされていると見るべきとし、当事者間での準拠法選択を留保した上で、特徴的給付をなす売主の法がまずもって適用されるべきであるとする (Rz.116)。

- (14) 「中枢市場インフラ・サービス提供者 (provider of central market infrastructure services)」 (Proposal for a directive amending Directive 98/26/EC of 23.04.2008, COM (2008) 213 final, p. 2-3)。
- (15) Avgouleas, EC Securities Regulation, a Single Regime for an Integrated Securities Market, Part1, 2007 J.I.B.L.R., p. 79, 81 (「EU 証券取引所の大半は収益追求型の事業体 (profit-driven corporations) に変貌してきており、その発行証券 [株式] は上場されることが多く、国有 (state ownership) や会員相互持合い (mutual ownership) といった旧来の組織モデルから移行している。」 (p. 81)。
- (16) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments (MiFID), Official Journal L-145, p. 1. MiFID の定める規制の内容および同指令の改正動向については、大橋善晃「EU の『金融商品市場指令 (MiFID)』と最良執行義務」 (日本証券経済研究所, 平成 18 年) および同「欧州委員会『MiFID の見直しに関する市中協議書』の概要」 (日本証券経済研究所, 平成 23 年) (いずれもウェブ上で閲覧可) に詳しい紹介がある。
- (17) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Service in the Securities Field, Official Journal L-141, p. 27.
- (18) Avgouleas, 2007 J.I.B.L.R., p. 79, 81.
- (19) Regulation (EC) No. 593/2008 of the European Parliament and of the Council of 17. June 2008 on the law applicable to contractual obligations (Rome I), Official Journal L-177, 04.07.2008, p. 6. ローマ I 規則は、1980 年ローマ条約を域内に直接適用される連合立法へと置き換えたものであり、2009 年 12 月 17 日より施行されている (ただし第 26 条は例外的に 2009 年 6 月 17 日から施行)。ローマ I 規則の全般的な内容については、高橋宏司「契約債務の準拠法に関する欧州議会及び理事会規則 (ローマ I 規則) —ローマ条約からの主要な変更点を中心に」同志社法学 63 巻 6 号 (2012 年) 1-46 頁、高橋宏司「契約債務の準拠法に関する欧州議会及び理事会規則 (ローマ I 規則) —4 つの視点からのローマ条約」国際私法年報 13 号 (2011) 2-28 頁。
- (20) Stefan Leible and Matthias Lehmann, Die Verordnung über das auf vertragliche Schuldver-

hältnisse anzuwendende Recht ("Rom I"), RIW 2008. 528, 535. 「このような取引システムにおいて締結された取引は, そのシステムが服している法に, 統合的に (einheitlich) 服せしめられる。」

- (21) Peter Mankowski, Finanzverträge und das neue Internationale Verbrauchervertragsrecht des Art. 6 Rom I-VO, RIW 2009, 98, 110 (「監督法と私法との間の同期 (Gleichlauf) 」). Mankowski は, ローマ I 規則と金融商品市場指令 (MiFID) —とくに MiFID 第 36 条 4 項 (規制市場内取引に対する規制市場認可国の公法 (監督法) の適用) —との間の同期を述べている。
- (22) 拙稿・法学新報第 120 巻 7・8 号 25 頁 - 69 頁。
- (23) 「単一市場 (single market)」概念は, 将来完成されるべき市場として理想的イメージのモチーフとしても使われる (リテール金融サービス市場, コラテラル市場, モーゲッジ・クレジット市場など)。自由移動原則の妥当する領域としての「共同市場 (common market)」を, さらに統合深化したのが「単一市場」とされる。
- (24) Financial Service Action Plan, COM/2001/0168 final. 金融サービス・アクションプラン (FSAP) は 1999 年 5 月 11 日に EC 委員会により提出された「金融市場のための枠組みの履行 (implementing): 行動計画」と題する通達に基づいて作成された。当時の欧州共同体では, 1990 年に「第 4 次資本移動自由化指令」, 1993 年に投資サービス指令 (ISD) により証券業に域内単一免許制を導入したが, FSAP は, 単一金融市場のために EC がさらにとるべき行動の枠組みを定めたプログラムである。FSAP では, ホールセール金融サービスについての単一市場の形成, リテール市場の開放化, 監督諮問ルールの確保および強化という三つの戦略的目標を達成するために実施されるべき措置を挙げている。
- (25) MiFID 第 4 条(17)に「金融商品」として有価証券はじめ多数の投資商品が列挙されている。
- (26) 金融商品取引法では, 「金融商品」(第 2 条 24 項) は「有価証券」(第 2 条 1 項・2 項) を包括しており, 「有価証券」もまた伝統的な概念から投資対象性と仕組み性という二つの特性をメルクマールとする概念に変容してきている (松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題 [II]」商事法務 1824 号 (2008) 24 頁, 同『金融商品取引法』[第 2 版] 2013 年, 藤田友敬『有価証券の範囲』金融商品取引法研究会研究記録第 25 号 (日本証券経済研究所) 2008 年 7 月)。仕組み性とは, 広く資金を募り集約した資金を事業に充てて事業収益を投資者に配分する資金投下と回収のサイクル (集团的投資スキーム) の特性を指すといわれる。投資者は自分の関与しない事業の成否により収益配分を受ける権

利を得る反面、投下資金を失うリスクを伴う。投資スキームの仕組み性を金融商品の概念要素としたのは、資金集約により収益をあげる投資スキームを形成して権利持分への出資を募る業者を、金融商品取引業者として登録させ、金融監督当局による規制に服せしめるためとされる。

(27) 「規制市場」の定義として MiFID 第 4 条(14)、また、MTF (Multilateral Trading Facility) の定義として MiFID 第 4 条(15)。MiFID の定める規制 (たとえば取引申込価格や気配値 (売買注文の見込み)、実際の約定価格に関する取引前・取引後の情報提供義務など) の対象となるのは、規制市場、MTF のほかに、金融機関内部で取引執行・決済サービスを顧客のために提供する「組織的内部執行者 (Systematic Internaliser)」があるが、その定義 (MiFID 第 4 条(7)) には「マルチラテラル・システム」の語が用いられていないため、本稿で取り上げる「システム」には入らない。なお、現在審議中である MiFID の改訂版 (MiFID II) では店頭 (OTC) デリバティブ取引の清算機関など新たな規制対象が加わる予定である。

(28) MiFID 施行後の欧州での株式流通市場の動向について、欧州証券監視委員会 (Committee of European Securities Regulations: CESR) がまとめた 2009 年 6 月 10 付報告書 (Impact of MiFID on equity secondary markets functioning, CESR/09-355) によれば、チャイエックス (Chi-X) およびターコイズ (Turquoise) [ロンドン証券取引所 (LSE) が買収] が 2009 年 3 月時点の欧州主要市場の株式取引額による上位 8 位に入っている (LSE, ユーロネクスト, ドイツ取引所, スペイン市場に続く第 5 位にチャイエックス, SWX ヨーロッパ, NASDAQ OMX Nordic に続く第 8 位にターコイズ)。しかし、MTF は欧州の規制市場の競争相手となるまでには至っておらず、取引量では大多数の株取引が規制市場で行われているとされる (p. 6)。他方、規制市場も競争上サービス範囲の拡大のため MTF を導入しており、ユーロネクストによるスマートプール (ダークプール形式の取引プラットフォーム) の立ち上げや LSE によるプロジェクト・バイカル (汎欧州株取引プラットフォーム) の取り組みが記されている (p. 10, para. 26)。

(29) MiFID 前文(6)「『システム』という語は、一連の規則と一つの取引プラットフォームから構成される市場、ならびに一連の規則に基づいて機能する市場をすべて包含する。規制市場および MTF は、『技術的な意味での』システムを運営することを義務付けられているわけではない。一連の規則により組織されただけの市場でも、それが会員資格、取引のための方法の認可、会員間の取引、報告、さらにはあてはまる場合には透明性義務といった諸々の局面を規律するための規則を持つのであれば、本指令の意義における規制市場および MTF であり、また、これ

らの規則のもとで締結された取引は、規制市場ないし MTF のもとで締結された取引とみなされる。『売り需要と買い需要 (buying and selling interests)』とは広い意味に解されるべきであり、注文 (order)、気配 (quote)、販売希望額 (indication of interest) を含む。売り需要と買い需要がシステム内でシステム運営者により設定された非裁量的規則に従って突き合わされるとの要件は、それらが当該システムの規則のもとで行われるか、または当該システムのプロトコルないしは内部オペレーティング手順 (コンピューターソフトウェアに含まれる手順も含む) をもって突き合わされることを意味する。『非裁量的規則』という語は、これらの規則が、MTF を運営する証券会社に、売買需要が交わされる方法につき裁量の余地を残さないことを意味する。こうした定義は、売買需要の突き合わせが終局的には一つの契約の成立をもたらすことを求めており、取引の執行が当該システムの諸規則の下で、ないしはシステムのプロトコルか内部オペレーティング手順によって行われることを意味している。」

- (30) もっとも、このようなシステムの理解がすべての EU 立法に共有されているというわけではない。たとえば 1998 年決済ファイナリティ指令 98/26/EC (Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems) は、「システム」を「3 名以上の市場参加者の間で締結される公的な取決め (formal arrangement)」であると定義し (第 2 条(a)), 2009 年改正後も定義の原則部分を維持している。他方、ECB (欧州中央銀行) は、2008 年の欧州委員会による決済ファイナリティ指令および金融担保指令改正提案 (Proposal of 23.04.2008, COM (2008) 213 final.) に対する意見書 (Opinion of the European Central Bank of 07.08.2008 on a proposal for a directive amending Directive 98/26/EC and Directive 2002/47/EC, CON/2008/37, Official Journal C-216/01) の中で次のように指摘している。「指令 98/26/EC 第 2 条 (a) の下でのシステム定義は修正されるべきである。…とくに第 2 条(a) の第 1 文・第 2 文における現行の定義は、大多数のシステムにおけるその構成の方法を正確に反映していない。たいていのシステムでは、システムを構成する取決めとは参加者間のたんなる契約ではなく、むしろ、システム運営者のための一連のルールや規制である。それらのルールや規制はシステム運営者によりまたは立法を通じて採用されるものであり、参加者はこれらのルールに従うことを期待されている。多数者間の契約的な取決め (multilateral contractual arrangement) を基礎とするシステムは、むしろ例外であり、第 2 条(a) の現行の文言の下で想定されるような標準 (the norm) ではない。」 (para. 4.1) 「システムという語はシステムの組織形態について将来の発展をカバーするため、柔軟に (flexibly)、十分に広範に (sufficiently

widely)」定義されるべきである。」(para. 4.3)

- (31) MiFID では、取引プラットフォーム（売買注文を突き合わせる電子技術的な取引基盤）の管理者を一市場（システム）自体から区別した上で一取引インフラサービスの提供者（プロバイダー）として原籍国の業規制（免許登録など）に服せしめることを定めている（MiFID 第 31 条，同第 36 条）。MiFID では、規制市場の認可についても、管轄官庁が、市場運営体（market operator）と規制市場のシステム（the system of the regulated market）との双方につき、MiFID 所定の要件を満たすことを十分確認できる場合にのみ与えられるとされている（第 36 条 1 項）。規制市場がいずれか法人（a legal person）の形態をとっており、規制市場自身により運営されているのではなく別の運営体により管理運営されている場合は、加盟国は、MiFID の下で市場運営者に対して課されている義務がどのように規制市場と市場運営者とで分担されるべきかにつき確定しなければならないとされている（第 36 条 1 項）。
- (32) 「集中ルール」とは、規制市場上で取引される金融商品（上場証券）の売買に関する小売注文は当該市場（当該証券の上場されている取引所）において執行されなければならないとするルールである（ISD 第 14 条 3 項）。この集中ルールは新興市場の設立や発展を制限し、フランス、スペイン、イタリアでの金融市場はこの取引集中ルールのおかげで発展したと評されている（Hanse Degryse, *Competition between financial markets in Europe: what can be expected from MiFID?*, 15.01.2009, *Financial Markets and Portfolio Management* Vol. 23 No. 1 (2009), p. 93）。「集中ルール」の廃止（MiFID 前文(47)など）により、いずれかの取引所に上場された証券についての売買注文が、別の取引プラットフォームにおいて執行されることができるようになり、電子的プラットフォームの提供が取引インフラ・サービスとして発展することとなったとされる（Penn, *MiFID and market infrastructure: convergence of exchange and broker regulation*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2007, p. 155）。
- (33) システムの運営者としては、「CSD（central securities depository: 集中証券保管機構）、証券取引所、または中央銀行」が例として挙げられる（ECB Opinion of 07.08.2008, , *Official Journal* C-216/1, para. 4.1）。MiFID は取引の清算決済についても集中ルールをも廃止し（MiFID 前文(48)）、加盟国に対して、一国の領域内における取引清算の CCP（セントラル・カウンターパーティー）や清算決済システムの利用を、他の加盟国を原籍国とする証券会社にも可能にさせる（他の加盟国を原籍国とする証券会社がそのような CCP や清算決済システムに直接アクセスできる権

利を持つとする) ように規定したほか、自国の領域内の清算決済の CCP や清算決済システムの利用を自国の規制市場や MTF で行われた金融商品取引に限定させないことを規定している (MiFID 第 34 条 1 項)。規制市場の会員は、当該市場内の取引について、決済システムを指定する権利をもつ (MiFID 第 34 条 2 項)。このため、清算決済システムは相互運用的 (inter-operative) に結び付き、システム運営者間でそのための協定 (arrangement) が締結されることとなった。

- (34) ISD の下では、規制市場について諸々の条件が挙げられていたが、とりわけ、規制市場の特徴として、監督官庁による公的規制 (regulation) により市場の運営に関わる諸条件が「定義 (define)」されることとされていた (ISD 第 1 条 1 項(13))。すなわち、「規制市場 (regulated market)」とは、(1)当該規制市場を認可した原籍国 (home Member State) によって規制市場の一覧に掲げられ、(2)規則的に機能し (functions regularly)、さらに、(3)市場運営の条件、市場アクセスの条件、上場許可 (admission to listing) の条件 (理事会指令 79/279/EEC の適用を受ける場合)、そして市場での実効的な取引の前に金融商品が満たすべき条件 (上記指令の適用を受けない場合) を、監督機関 (competent authorities) により発布ないし許可された [公的] 規制 (regulation) により定義される、という事実を特徴とすること、そして、(4)報告義務および透明性義務を遵守するとされた (ISD 第 1 条 1 項(13))。これに対して、MiFID は、規制市場など金融取引のシステムが内部性や自律性をもつ組織体であることを前提としているため、むしろ、規制市場や市場運営者に対して—その内部の諸規則で定めるべき市場運営に関する諸事項について—認可国が各種の「要件 (requirements)」を求める、といった表現になっている。すなわち、MiFID では、規制市場の管理運営者に対して、規制市場の管理運営を確保するための十分に優れた風評や十分な経験 (第 37 条) を持つことや、規制市場や市場運営者の所有者 (ownership) に関する情報等の開示 (第 38 条) を行うこと、また、規制市場に対して、潜在的な不祥事や利益相反のリスク管理に関する諸協定 (第 39 条) や、取引対象となる金融商品の認可 (admission) を律する諸規則 (第 40 条)、市場アクセスや会員加盟を律する諸規則 (第 42 条) を持つことなどを、加盟国が要件として求める (require) ことが定められている。

- (35) MiFID 第 36 条 4 項「規制市場のシステムの下で行われた取引を規律する公法 (public law) は、市場阻害行為 (market abuse) 指令 2003/6/EC の関連規定を妨げない範囲で、規制市場の原籍国 (Home Member State) の法でなければならない。」MiFID 第 36 条 4 項は、市場内取引の契約等の私的法律関係に関する準拠法の適用についてではなく、取引に対する金融監督の管轄権、または公的規制法の適用に

について定めていると解される。金融監督の管轄権を「適用法 (applicable law)」という題名の下で定めている条文は他の EU 指令にも見られる。たとえば, TOB 指令 (Directive 2004/25/EC of the European parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, Official Journal L-142, p. 12) 第 4 条 (監督機関と適用法) によれば, 加盟国は買付の監督を管轄する機関 (authority competent to supervise a bid) —国内法により認可された公的機関かまたは国内法により明白にこの目的のために授權された公的機関から認可された民間機関—を指定しなければならない (1 項), 対象会社が加盟国の規制市場において発行証券の取引の認可を受けており, 登記上の事業所を同じ加盟国に置いている場合は, その加盟国の機関が監督権限を有し (2 項(a)), 複数の規制市場から取引の認可を受けている場合は, 最初に認可を受けた規制市場の国の機関が監督権限を有し (同 2 項(a)), 最初の認可を複数の規制市場から重複して受けている場合は, 対象会社は, これらの加盟国のうちいずれの国の機関が監督権限を有するかを決定し, その決定をこれらの規制市場ならびに監督機関に取引の初日に通知しなければならない (同 2 項(c))。より詳細には, 藤澤尚江「EU 公開買付指令と法の適用関係」筑波ロー・ジャーナル 11 号 (2012 年) 161 頁以下 (もっとも同論文では「準拠法」を定めた規定として紹介されている)。

- (36) このルールが MTF (multilateral trading facilities) にも適用されるかは異論もあるが, MTF における取引に対しても単一認可主義の下で MTF 運営体の原籍国の公法が適用されるとの類推は可能であるように思われる。MiFID は新世代の組織化された取引システムに対して伝統的な規制市場と同等の包括的な規制レジームを確立することを謳っているからである (MiFID 前文(5))。
- (37) 第 4 条(1)(h)「金融商品市場指令 (MiFID) 第 4 条第 1 項(17)で定義されている金融商品に関する諸権利を売買する多数の者の注文を個々に付け合わせるまたは付け合わせを容易にする多边的 (マルチラテラル) システムが, 非裁量的規則に従っており, またいずれか単一の法 (a single law) に服しているときは, 当該システム内で締結された契約は, 当該の法による。」
- (38) 前文(18)「マルチラテラル・システムとは, 法選択が欠けている場合の準拠法に関する範囲では, 金融商品市場指令 2004/39/EC (MiFID) 第 4 条で述べられている規制市場 (regulated markets) や MTF のような, その中で取引が行われているシステムをいい, セントラル・カウンターパーティー (CCP) に依拠するか否かを問わない。」
- (39) 第 6 条(4)「第 1 項 [消費者常居所地法主義] および第 2 項 [準拠法選択] は, 以下には適用されない。

((d)いずれかの金融商品となる権利義務, 譲渡可能証券の発行・売出しまたは公開買付 (TOB) を律する諸条件を構成している権利義務, および, 集団的投資スキーム持分の購入申込や償還。ただし, これらが金融サービスの供与となる場合を除く。

((e)第4条(1)(h)の適用範囲に該当する様式のシステム内で締結された契約。]

(40) 前文(26)「本規則の対象となる金融サービスのうち, 金融商品市場指令 2004/39/EC (MiFID) 付属書 I のセクション A・B で掲げられている事業者から消費者へ提供される投資サービス・投資活動・付随サービス, ならびに, 集団投資スキーム権利持分 (units in collective investment undertakings) の売付けに関する契約—1985年12月20日の理事会指令 85/611/ECC (UCITS) に含まれるか否かを問わない—は, 本規則第6条に従うべきである。したがって, 譲渡可能証券 (transferable securities) の発行・売出しを律する諸条件について, または集団投資スキーム権利持分の購入申込 (subscription)・償還 (redemption) について言及がなされるとき, かかる言及は, 発行者や売出者を拘束するすべての局面を包括すべきものであるが, しかし金融サービスの提供を含む局面を含むべきではない。」

(41) 前文(28)「重要であるのは, いずれかの金融商品となる権利義務が, 消費者契約に適用される一般原則に含まれないようにすることである。さもなければ, それぞれの金融商品に異なった法が適用されることになり, そうなれば, 個々の金融商品の性質を変えたり, それらの金融商品の互換可能な取引や売出しを妨げることになるからである。同じように, そのような金融商品が発行・売出されるときは常に, 発行者・販売者と消費者との間に設定される契約関係は, 消費者の常居所地国の法の強行的適用を受けることには必ずしもならない。なぜなら, 発行・売出しの取引条件における統一性が確保される必要があるからである。同じ理屈があてはまるのは, 第4条1項(h)で述べられているマルチラテラル・システムに関してもそうである。これらのシステムに関しては, システムの内部で締結された契約またはシステム運営者との間で締結された契約に適用される諸規則に, 消費者の常居所地国の法が介入しないようにすることが確保されるべきである。」

(42) 前文(29)「本規則の対象となる譲渡可能証券の発行・公募・公開買付けに関する諸条件や諸条項を構成する権利および義務について, また集団投資スキーム権利持分の購入申込および償還について言及がなされるとき, かかる言及は, とくに証券や権利持分・投資口の募集などにおいて申込が超過した際の割当てに関する諸条件や払戻権などのほか, 本規則10条, 11条, 12条および13条において言及されている諸事項についての諸条件を含むべきであり, 募集に関して購入者に対

する発行者や販売者の責任を定めるすべての関連の契約的局面は単一法 (single law) によって律されることが確保されていなければならない。」

- (43) Note from Spanish delegation to Committee on Civil Law Matters (Rome I) of 17.10.2006, 13035/06 ADD 18 JUSTCIV 196 CODEC 948 (理事会事務局による取りまとめ (1408/06, JUSTCIV 240 CODEC 1219) にもスペイン提案として入れられている).
- (44) Note from United Kingdom delegation to Committee on Civil Law Matters (Rome I) of 22.09.2006, 13035/06 ADD 4 JUSTCIV 196 CODEC 948, p. 5 (理事会事務局による取りまとめ (31.10.2006, 1408/06, JUSTCIV 240 CODEC 1219) でも英国提案として入れられている).
- (45) 「(i)取引所 (exchanges), 市 (fairs), オークションまたはその他の, 組織や運営に関する最小の共通規則 (common minimum organizational or operating rules) に服している組織化された市場 (organized markets) で締結された諸契約は, 問題となる市場が所在する国の法 (the law of the country in which the market in question is located) によって律される。」同条文案は, Garcimartín Alférez, YB of Private International Law, Vol. 10 (2008), p. 245, 247 でも引用されている。
- (46) 英国は当初ローマ I 規則からの opt out を予定していたが, 2008 年 4 月 2 日のコンサルテーション・ペーパー (Consultation Paper CP05/08; 藤澤尚江「集合的な債権譲渡の準拠法—英米国際私法の相違」『国際公共政策研究』13 巻 2 号 81 頁, 85 頁で紹介) をもとに 2008 年 7 月末に opt in を申し入れ, 2008 年 11 月 7 日に欧州委員会からの承認を得た (Commission Opinion, COM (2008) 730 final)。Lando/Nielsen, The Rome I Regulation, Common Market Law Review 45, 2008, p. 1687, 1689.
- (47) 個人投資家向け債券発行や他の金融商品の仕組みにおいては発行者と投資家との間の契約が当該の金融商品を構成するとされ, また個人投資家に対する金融商品の募集売出しは, 消費者契約として性質づけられる可能性がある。金融業界は, MiFID で確保された規制環境 (原籍国の専属監督など) の利益を維持するため, 金融商品取引の契約につき消費者契約の抵触法規則からの適用除外を求めたが, 金融業者から個人投資家へのリテール契約については除外を認められなかった (ローマ I 規則前文(26), 前注(40)参照)。
- (48) Mankowski, RIW 2009, S. 100f. 「誰がこれらの例外の背後にいるか。これらの例外は誰にとって有用か。誰がこれらの例外の存在に関心を持っているか。答えは単純である, すなわち『金融業 (Finanzwirtschaft)』である。しかし誰が『金融業』なのか。ヨーロッパの金融業の中心は, ロンドンのシティ (the City of London) であ

る。」英国金融業界からのローマ I 批判として、たとえば、James, *Rome I — the uncertainty remains*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, May 2007, pp. 256-257.

- (49) Note from the United Kingdom delegation — Amendment of Article 5 (3) (d), 31.01.2007, 5857/07 JUSTCIV 16 CODEC 81.
- (50) Note from Service of the Commission to Committee on Civil Law Matters (Rome I) of 15.03.2007, Certain financial aspects relating to the application of Article 4 and 5, 7418/07 JUSTCIV 55 CODEC 228.
- (51) 起草作業におけるこれらの条文の表現形式の変遷については、拙稿・法学新報第120巻7・8号25頁以下を参照。
- (52) 市場の機能としてよく言及される価格形成機能がここで採用されていないのは、一部の取引システムには他の取引所やシステムで形成された価格を使って取引させるものがあるためであろう。この点につき、木村・前掲(12)・証券経済研究71号129頁。
- (53) MiFID では「会員資格、取引のための方法の認可、会員間の取引、報告、さらに透明性義務といった諸々の局面を規律するための諸規則」(MiFID 前文(6))があれば「システム」とみなされる。
- (54) Lehmann, in: Ferrari / Leible (eds.), *Rome I Regulation*, 2009, 85, 88 (「証券取引所ないし電子的プラットフォーム」); Leible/Lehmann, *Die Rom I-verordnung*, *RIW* 2008, 528, 535 (「一方では規制市場(古典的な証券取引所)、他方では電子的取引プラットフォーム」); Zeng Tang, *Law Applicable in the Absence of Choice — The New Article 4 of the Rome I Regulation*, [2008] *Modern Law Review* vol. 71 (2), p. 785, 790 (「証券取引所ないし他のそのようなマルチラテラル取引システム」); Clausnitzer / Woopen, *Internationale Vertragsgestaltung — Die neue EG-Verordnung für grenzüberschreitende Verträge (Rom I-VO)*, *Betriebs-Berater* 34 [2008], 1798, 1800 (「証券取引所および銀行の内部プラットフォーム」). なお、取引所やMTFにおいては、その会員は専門的な金融業者であるため、「システム内で締結された契約」は消費者契約ではあり得ず、第6条の適用除外に第4条(1)(h)を含めることは無意味であるとの解釈も示されている(Lehmann, in Ferrari / Leible (eds.), *Rome I Regulation*, 2009, 85, 97-98)。
- (55) 「マルチラテラル・システム」の語を初めて採用した原初の提案(欧州委員会2007年3月提案(JUSTCIV 55 CODEC 228))では、EU立法(倒産規則1346/2000第9条など)における「金融市場(Financial Market)」はその定義が曖昧で統一性を欠くため、代わりに「システム」を用いることとし、MiFIDにおける規制市場

と MTF の共通の諸要素を用いた機能的説明 (a functional description) を採用すると
の説明がなされていた (p. 3)。Garcimartín Alférez, *Journal of Private International Law*,
Vol. 5 No. 1, 2009, p. 85, 99; *Yearbook of Private International law*, Vol. 10 (2008), p. 245,
248. によれば, ローマ I 規則における「マルチラテラル・システム」とは, 「金融
市場」を代替し, その主要な特徴を記述する概念とされる。かかる見解において
は, 「システム」は, 証券取引所や MTF に限られない, より広義の一取引執行機
能を備えた一組織体として理解されていると思われる。

(56) Mankowski, RIW 2009, S. 98, 108. システムを組織体としてとらえる考え方を進め
ると, さらに, もっと広い意味での契約の集積ないし結合としての理解に行き着
く。Mankowski は, 「システム」の理解として, システム内部の個々の契約が孤立
せずにシステム総体 (in den Gesamtzusammenhang des Systems) へと結び付いていく
「準集合的結合 (quasi-kollektive Einbindung)」との見方を提示している (S. 108)。す
なわち, システムは, 諸契約の結合 (少なくとも一体としてとらえられる程度の
結合がなければならないが中枢機関は必ずしも必要ない) であり, 結合の基礎と
なる統一的な法を持たねばならないとする。

(57) 前注(34)を参照。

(58) Garcimartín Alférez, *Journal of Private International Law*, Vol. 5 No. 1, 2009, p. 85, 100;
Mankowski, RIW 2009, S.98, 109; Lehmann, in: Ferrari / Leible (eds.), *Rome I Regulation*,
2009, p. 85, 89.

(59) たとえば, Lehmann, in: Ferrari / Leible (eds.), *Rome I Regulation*, 2009, p. 85, 89;
Mankowski, RIW 2009, S. 98, 109.

(60) Magnus, in: Ferrari / Leible (eds.), *Rome I Regulation*, 2009, p. 27, 45. 「準拠法選択が
欠けているときは, システムの法 (the law of the system) とは, 市場を規制する国
の法であり, ここでいう市場とはその上で当該システムが運営されており, かつ
当該システムを統制している市場である (the law of the state regulating the market on
which the system operates and which regulates it)。規制が欠けている場合は (if a regula-
tion is lacking), システムがその中枢機関 (its center) を置いている国の法による。
この法は, 該当するマルチラテラル・システム内での契約的債務をも律する。」
(p. 45)

(61) たとえば, Mankowski, RIW 2009, 98, 109f. は, システムの基本規約 (Systemkonsti-
tut) に基づいて「システムの法」が選定されない場合には客観的連結によるとし,
中枢機関のある統合的なネットワークである場合にはその中枢機関の設立準拠法
が「システムの法」であるとする (「いずれか特定の法に従い組織されている集権

的機関ないし清算機関がシステム内に存在している場合」「それらの機関がその法に従って組織化されているところの法」(S.109)。また、MiFIDのいう規制市場の場合には、「システムの法」は明白であって、その市場を規制している国(規制市場の認可国)の法がそれであり、この場合には「公法と私法の間同期(ein Gleichlauf zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht)」が果たされるという(S.110)。さらに、システムの統合の程度が、社団(会社)として見ることのできるレベルであれば、国際会社法の抵触規定(EU域内では設立準拠法説)を引き合いに出すことができるとし、会社と同じ程度に組織化がなされているシステムについては、システムの基本規約からではなく、むしろ客観的状况から、定款上の本店(Satzungssitz)にあたるシステムの本拠を見つけるべきであるとする(S.110)。

- (62) Garcimartín Alférez, *Journal of Private International Law* Vol. 5 No. 1 (2009), 99 は、ローマ I 規則の起草作業中に、公共施設(institution)としての証券取引所を念頭に置いて、その組織的な設立の際に基礎とされる法(組織法)をシステムの法とし、その法が公法である際には、システムの組織法たる公法と取引法たる私法とは同じ法によることが望ましいとする議論がなされたことを紹介している(p.99)。同所では、市場内部での取引に適用される法(取引法)としての私法と、市場の組織的基盤をなす法(組織法)としての公法との間に「附従的な関連(an accessory connection)」が存在するとされる(p.100)。ここでいう「附従的関連」とは、抵触法学のいう「附従的連結」ではなく、たんに二つの法律関係のそれぞれ独立した法(システムの組織法と取引法)の同調性について述べているものと思われる。
- (63) MiFID 前文(6)は、「[内部] 規則の下で締結された取引は、システムの下で締結された取引とみなされる」と述べている。
- (64) 前文(31)「本規則のいかなる規定も、決済ファイナリティ指令 98/26/EC の第 2 条(a)の下でシステムとして示されているいずれかの公式の取決め(a formal arrangement)の運営に、支障となってはならない。」
- (65) この点、証券決済システムはローマ I 規則第 4 条第 1 項(h)には含まれず、証券決済システム内の契約には第 3 条(準拠法選択)および第 4 条第 2 項(特徴的給付基準)が適用されるところの解釈もある(Garcimartín Alférez, *Journal of Private International Law* 2009 Vol. 5, No. 1, p. 101-102; Mankowski, *RIW* 2009, 108)
- (66) Note from Presidency to Committee on Civil Law Matters (Rome I) of 02.03.2007, 6935/07 JUSTCIV 44 CODEC 168. (欧州委員会 2007 年 3 月提案) 同提案では、「金融市場」が定義困難であるため、代わりに MiFID において採用されている「マルチラテラル・システム」を採用すること、また、その定義についてはシステムの

機能（多数注文の突き合わせを非裁量的規則に従って執行する機能）を描写することで足りると説明されている。詳しくは、拙稿・法学新報第120巻7・8号を参照。

- (67) たとえば、欧州証券市場専門家グループ（European Securities Markets Expert Group - ESME）が2008年3月に提出した意見書（http://ec.europa.eu/internal_market_securities/docs/esme/rome1_en.pdf）に掲載、現在閲覧不可）では、取引所やMTF（多边的取引システム）において締結された諸契約には、「[ローマI規則] 法案が影響しない」こと、すなわち、「同一の法が適用」されることが重要であるとされ、また、取引システム間での競争を促進するために取引執行を支援する中央清算機関（CCP：セントラル・カウンターパーティー）を介在させるサービスの提供が期待されるとして、そのような場合にはCCPを介する一連の仲介取引（agency trade）について「同一の法が適用」されることが必要であると述べられていた。
- (68) 英国およびアイルランドからの提案による（提案の内容については拙稿・法学新報120巻7/8号を参照されたい）。また、欧州証券市場専門家グループ（ESME）2008年3月意見書（前注(67)）では、消費者契約に関する（欧州委員会提案）第5条において消費者法主義が採用されたことに対し、システム参加者の名義で証券の「権利」を管理している「証券決済システム」における法の一致性が確保できない可能性があるとの懸念が表明された。
- (69) Garcimartín Alférez, *Journal of Private International Law*, Vol. 5 No. 1, 2009, p. 85, 100; ders., 10 (2008) *Yearbook of Private International Law*, p. 245, 249; Lehmann, in: Ferrari / Leible (eds.), *Rome I Regulation*, 2009, p. 85, 89; Mankowski, *RIW* 2009, S. 98, 109.
- (70) MiFID 36条4項は、市場濫用指令2003/6/ECの関連規定を妨げない範囲で、「規制市場のシステムの下で行われた取引を規律する公法（the public law）は、規制市場の本国たる加盟国（home Member State）の法でなければならない」と定める[傍点引用者]。前注(35)を参照。
- (71) 「同期」という語は、もともと国際裁判管轄権と準拠法とを同調させるための「並行理論（Gleichlauftheorie）」に由来する（同理論についてはたとえば、Münch-Komm/Sonnensberger, *IPR*, 3. Aufl., 1998, Einl. IPR, Rdnr. 418）。金融取引法においては、スイスのAnton Schnyderが、上場企業の株式の売買について取引所の本拠地への連結など所在地連結を支持する根拠として「監督法と私法との同期」に言及したが、最初であるようである（Reithmann/ Martiny, 6. Aufl., 2006, Rz. 1262, Fn. 6 (Mankowski)。なお、Mankowski, *RIW* 2009, 110. は、システム内契約の準拠法がシステムの組織的基礎をなす公法と一致することを「公法と私法との同期」、契約準

拠法がシステムや取引を監督規制する法と一致することを「監督法と私法との同期」と呼び分けている。

- (72) MiFID がシステムやシステム内取引について認可国の監督権の専属や他国による管轄権の承認を定めているのを、「連結」として見ることができる、とする提案である。
- (73) 「公的連結と私的連結との同期」という見方を提唱している Mankowski も、「公的連結」とは EU 域内に限定されることに注意を促しながら、「私的連結」との同調に言及している。すなわち、監督法の適用について、MiFID 36 条 4 項は、「適用法 (applicable law)」と題しながら、その内容を見ると、抵触法のいわゆる準拠法ではなく、公的規制（監督法）の適用のための管轄権を定めていると解されるところ、こうした管轄権について他の国から承認される状態が整っているのは EU 域内に限られるため、「公的連結」と言い得るのは EU 域内に限定されるという点が留意事項として述べられている (Mankowski, RIW 2009, 110)。域外のシステムについてはシステム認可国の法が当該のシステムの監督法として常に他国から「承認」されるわけではないため、「連結」とは言えないとする。